



资产管理法律评述
2018 年 5 月

上海
上海市银城中路 68 号
时代金融中心 19 和 16 楼
邮编：200120
电话：+86 21 3135 8666
传真：+86 21 3135 8600

北京
北京市建国门北大街 8 号
华润大厦 4 楼
邮编：100005
电话：+86 10 8519 2266
传真：+86 10 8519 2929

香港
香港中环皇后大道中 5 号
衡怡大厦 27 楼
电话：+852 2969 5300
传真：+852 2997 3385

伦敦
1/F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
United Kingdom
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323

www.llinkslaw.com

SHANGHAI
19/F&16/F, ONE LUJIAZUI
68 Yin Cheng Road Middle
Shanghai 200120 P.R.China
T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

BEIJING
4/F, China Resources Building
8 Jianguomenbei Avenue
Beijing 100005 P.R.China
T: +86 10 8519 2266
F: +86 10 8519 2929

HONG KONG
27/F, Henley Building
5 Queen's Road Central
Central, Hong Kong
T: +852 2969 5300
F: +852 2997 3385

LONDON
1/F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
United Kingdom
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323

master@llinkslaw.com

资管新规系列六：对保险资产管理的影响

作者：王祎 | 胡磊 | 省文杰

本文要点如下：

- 《资管新规》对保险资金投资公募基金有哪些影响？
- 保险资金投资集合资金信托计划的业务模式将如何发展？
- 保险机构投资和发起设立私募股权基金是否会发生变化？
- 股权投资计划业务是否会受到影响？
- 债权投资计划业务会发生哪些变化？
- 组合类保险资管产品需关注哪些方面？

如您需要了解我们的出版物，
请与下列人员联系：

郭建良: (86 21) 3135 8756
Publication@llinkslaw.com

通力律师事务所
www.llinkslaw.com

免责声明：本出版物仅代表作者本人观点，不代表通力律师事务所的法律意见或建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

资管新规系列六：对保险资产管理的影响

中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局于 2018 年 4 月 27 日联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(下称“《资管新规》”), 对包括保险资管机构发行的资管产品在内的各类资管产品制定了统一的监管标准。

现阶段, 保险资产管理可以从狭义和广义两个角度来理解, **狭义的保险资产管理**指保险资产配置业务(或称为保险资金运用业务), 目前监管规则下保险资金可投资的资管产品主要包括公募基金、集合资金信托计划、私募股权基金、银行理财产品、银行业金融机构信贷资产支持证券、券商专项资管计划、保险资管机构发行的各类保险资管产品等; 而**广义的保险资产管理**除保险资产配置业务外, 还包括保险资管机构的保险资管产品发行业务及第三方资产管理业务。

本文重点分析《资管新规》对广义的保险资产管理的影响, 选取保险资产配置中相对有代表性的资管产品类型(**公募基金、集合资金信托计划、私募股权基金**)和保险资管机构发行的保险资管产品(**股权投资计划、债权投资计划和组合类保险资管产品**)作为讨论范围。

一、《资管新规》对保险资金投资公募基金的影响

1. 对现有适用规范的影响

现阶段, 保险资金投资证券投资基金适用的法律依据和保险监管规则主要包括《证券投资基金法》(下称“《基金法》”)、《保险公司投资证券投资基金管理暂行办法》等。

《保险公司投资证券投资基金管理暂行办法》主要规范从事投资证券投资基金的保险公司资格条件、其相关高管人员和从业人员的资格要求、投资风险控制等内容, 与《资管新规》针对资管产品确立统一监管标准的规范维度有所差异, 因此, 我们理解, **《资管新规》的出台对于保险资金投资证券投资基金适用的现有保险监管规则并无实质性影响。**

2. 对投资业务的影响

《资管新规》出台后, 新增的保险资金投资证券投资基金业务需重点关注《资管新规》对高风险产品超比例范围投资较低风险资产的同意程序(第四条)与《基金法》规定的衔接、禁止投资者以非自有资金投资(第五条)、投资组合比例限制(第十六条), 以及禁止金融机构以受托管理的资管产品份额进行质押融资(第二十条)的规定。详细分析可参见本所近期文章《资管新规系列一: 对公募基金管理公司的影响》。

资管新规系列六：对保险资产管理的影响

二、《资管新规》对保险资金投资信托计划的影响

1. 对现有适用规范的影响

《资管新规》发布前，保险资金投资信托计划适用的保险监管规则主要为《关于保险资金投资有关金融产品的通知》(下称“91 号文”)及《关于保险资金投资集合资金信托计划有关事项的通知》(下称“38 号文”)。

《资管新规》确立的净值化管理、禁止通道业务、打破刚性兑付、限制多层嵌套业务的监管标准对信托行业存在较大影响。而具体到保险资金投资信托计划的实践层面，《资管新规》的影响主要体现在第二十二條关于禁止通道业务及限制多层嵌套结构的规定。

2. 对投资业务的影响

(1) 保险资金投资集合资金信托计划将进一步回归主动管理模式

尽管 91 号文和 38 号文均要求保险资金投资集合资金信托计划应由受托人自主管理，但由于保险资金投资集合资金信托计划仅在特别情形下(多层嵌套、投资劣后级受益权、融资主体或信托公司与保险机构存在关联关系等)需要向监管机构进行事后报告，实践中仍存在委托人与受托人风险责任划分不清的个别情况。

《资管新规》出台后，保险资金投资集合资金信托计划将进一步回归受托人主动管理模式，限制规避投资范围、杠杆约束限制或其他主体资质条件的通道业务。

(2) 保险资金投资集合资金信托计划应逐步消除多层嵌套结构，落实穿透监管的核查标准

此前 38 号文第七条规定，保险资金投资集合资金信托计划，涉及信托公司募集资金未直接投向具体基础资产，存在两层或多层嵌套情形的，应当于投资后 15 个工作日内向监管机构报告。可见，《资管新规》出台前监管规定对保险资金投资集合资金信托计划的多层嵌套结构并非持完全禁止的态度。

《资管新规》出台后，基于资管产品最多只能再投资一层资管产品(公募证券投资基金除外)

资管新规系列六：对保险资产管理的影响

的规定以及向上、向下穿透式监管原则，《资管新规》之后新增的保险资金投资集合资金信托计划业务应避免多层嵌套结构，并应穿透核查保险机构投资者资格、保险资金通过信托计划投资的底层基础资产的合规性。

三、《资管新规》对保险机构投资和发起设立私募股权基金的影响

1. 对现有适用规范的影响

《资管新规》出台前，除私募股权基金业务需适用的中国证券监督管理委员会《私募投资基金监督管理暂行办法》及中国证券投资基金业协会发布的《私募投资基金管理人登记和基金备案办法(试行)》《私募投资基金募集行为管理办法》《私募投资基金信息披露管理办法》等一系列自律规则外，保险机构投资和发起设立私募股权基金适用的保险监管规则主要包括《保险资金投资股权暂行办法》《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》《中国保监会关于设立保险私募基金有关事项的通知》等。

由于规范角度不同¹，《资管新规》对上述保险监管规则并无实质性影响。《资管新规》对保险机构投资和发起设立私募股权基金的影响，主要体现在对中国证券监督管理委员会及中国证券投资基金业协会关于私募股权基金业务监管及自律规则的适用和重塑。

2. 对投资及设立业务的影响

在具体操作层面，《资管新规》出台后，主要面临：合格投资者适用新标准、分级比例限制是否适用于结构化私募股权基金(《资管新规》出台前中国证券投资基金业协会通过窗口指导的方式对私募股权基金实施分级比例限制)、多层嵌套结构遭禁、私募基金提供各类代为承担风险的安排、增信措施受限，以及债权基金全面收紧的背景下，如何开展私募股权基金投资“非标准化债权类资产”业务等影响。详细分析可参见本所近期文章《资管新规系列三：资管新规后私募基金从事各类债权类投资的法律和实务探讨》《资管新规系列五：对私募股权基金的影响》。

四、《资管新规》对股权投资计划业务的影响

《资管新规》发布前，股权投资计划业务适用的保险监管规则主要包括《保险资金投资股权暂行办法》《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》《中国保监会关于保险资金设立股权投资计

资管新规系列六：对保险资产管理的影响

划有关事项的通知》及《关于印发〈保险资金设立股权投资计划报告要件及要点〉监管口径的通知》。其中，原保监会于 2017 年 12 月 27 日发布的《中国保监会关于保险资金设立股权投资计划有关事项的通知》明确限制明股实债类股权投资计划业务的开展，股权投资计划业务已回归权益类投资的本质属性。

《资管新规》对股权投资计划业务的影响主要集中于《资管新规》确立的统一监管标准的适用，包括风险准备金计提、净值化管理和披露、负债比例(总资产/净资产)上限设定、分级比例限制及信息披露等具体要求。

五、《资管新规》对债权投资计划业务的影响

债权投资计划包括基础设施债权投资计划和不动产债权投资计划两类。《资管新规》发布前，债权投资计划业务的保险监管及自律规则主要包括《基础设施债权投资计划管理暂行规定》(下称“92 号文”)、《保险资金间接投资基础设施项目管理办法》(下称“《管理办法》”)以及中国保险资产管理业协会制定的相关规则。

结合 92 号文及《管理办法》的规定，下文就《资管新规》对债权投资计划业务的影响提出如下几个方面的问题和理解：

1. 债权投资计划 A 类增信方式是否会受到限制或禁止？

我们倾向认为，债权投资计划 A 类增信方式是否会受到限制或禁止尚待出台细则予以明确，现阶段应谨慎开展银行提供融资性担保的 A 类增信债权投资计划业务。主要考虑：

- (1) 《资管新规》第十三条明确规定，**金融机构不得为资产管理产品投资的非标准化债权类资产或者股权类资产提供任何直接或间接、显性或隐性的担保、回购等代为承担风险的承诺。**且该条并无任何例外情形。
- (2) 尽管《资管新规》与允许 A 类增信方式的 92 号文在立法层级方面相近，但《资管新规》由中央全面深化改革委员会第一次会议审议通过并经国务院同意后发布。参考适用《立法法》关于部门规章之间对同一事项的规定不一致时由国务院裁决的规则以及“新法优于旧法”的原则，《资管新规》作为经国务院同意的规范性文件，相较原保监会发布的 92 号文应具备适用优先性。

资管新规系列六：对保险资产管理的影响

- (3) 债权投资计划业务是否可归类为标准化债权类资产尚无明确规则。一是，现阶段尚无明确的监管规定要求债权投资计划受益凭证份额必须在国务院同意设立的交易市场进行交易；二是，《资管新规》第十一条的规定，标准化债权类资产的具体认定规则由央行会同金融监督管理部门另行制定，但债权投资计划业务是否会被归类为标准化债权类资产仍存在不确定性。

2. 债权投资计划如何实现净值化管理？

《资管新规》第十八条规定，金融机构对资产管理产品应当实行净值化管理，净值生成应当符合企业会计准则规定，及时反映基础金融资产的收益和风险，由托管机构进行核算并定期提供报告，由外部审计机构进行审计确认，被审计金融机构应当披露审计结果并同时报送金融管理部门。

上述规定中，产品的“净值生成”面临的审计要求如何在债权投资计划业务中具体执行，可能将对债权投资计划的管理有较大影响；净值生成是由审计机构审计债权投资计划受托人整体的净值，还是审计受托人管理的每一债权投资计划产品的净值尚不明确，审计结果的披露频次及报送途径也尚待出台细则进行规范。现阶段实践中保险资管机构可考虑在按照投资计划约定向委托人、受益人、托管人和独立监督人披露的年度管理报告中所附的审计报告中对债权计划的产品净值进行审计确认。

至于债权投资计划的投资资产应适用公允价值计量原则，还是摊余成本计量原则，根据《资管新规》第十八条关于摊余成本计量情形的规定²，我们倾向认为，保险资管机构可采用摊余成本计量债权投资计划的资产。

3. 债权投资计划的合格投资者范围如何确定？

原保监会发布的 92 号文及《管理办法》并未明确规定债权投资计划项下合格投资者的量化标准，仅笼统地界定了债权投资计划委托人的含义。

92 号文第二条规定，债权投资计划的委托人，应当是能够识别、判断并承担债权投资计划投资风险的保险公司等法人机构或依法设立的其他组织。《管理办法》第二十一规定，委托人，是指在中华人民共和国境内，经中国保监会批准设立的保险公司、保险集团公司和保险控股公司以

资管新规系列六：对保险资产管理的影响

及其他具有风险识别和承受能力的合格投资者。

《资管新规》的发布统一了资管产品的合格投资者标准³。但目前实践中，基于上述 92 号文关于委托人的界定，债权投资计划的发行对象仍以保险机构或其他具备风险识别和承受能力的机构投资者(或资管产品)为主。

如债权投资计划根据《管理办法》的规定适用《资管新规》关于合格投资者的界定标准，是否意味着债权投资计划可以向个人合格投资者募集，从谨慎的角度，**我们倾向于从严解释《管理办法》关于债权投资计划委托人的界定，即债权投资计划应根据《资管新规》关于法人和其他组织类型的合格投资者界定标准进行投资者适当性考察。**

4. 债权投资计划嵌套结构下产品份额质押是否可行？

现阶段仍可能存在以资管产品的募集资金投资债权投资计划的一层嵌套结构，该等嵌套结构下，作为债权投资计划受益凭证份额持有人的资管产品受托人，以其持有的债权投资计划受益凭证份额质押不应受限。主要考虑：

- (1) 尽管《资管新规》第五条要求合格投资者不得使用贷款、发行债券等筹集的非自有资金投资资管产品，但根据《资管新规》第五条关于合格投资者认定标准以及第二十二条关于允许资管产品再投资一层资管产品嵌套结构的规定，金融机构发行资管产品并以资管产品募集资金投资于债权投资计划的结构应不违反上述关于限制非自有资金投资的规定。
- (2) 《资管新规》第二十条规定，金融机构不得以受托管理的资管产品份额进行质押融资，放大杠杆。但在资管产品投资债权投资计划的结构项下，作为债权投资计划受益凭证份额持有人的资管产品受托人，以其持有的债权投资计划受益凭证份额质押，不应属于以受托管理的资管产品份额进行质押融资的情形。

5. 债权投资计划受托人计提的风险准备金标准如何适用？

根据原保监会发布的 92 号文第二十条和《管理办法》第七十一条的规定，债权投资计划的受托人应当建立相应的净资本管理机制和风险准备金机制。风险准备金从投资计划管理费收入中计提，计提比例不低于 10%。

资管新规系列六：对保险资产管理的影响

而《资管新规》第十七条规定，“金融机构应当按照资产管理产品管理费收入的 10%计提风险准备金，或者按照规定计量操作风险资本或相应风险资本准备。风险准备金余额达到产品余额的 1%时可以不再提取.....金融机构应当定期将风险准备金的使用情况报告金融管理部门。”

由此可见，《资管新规》关于发行资管产品的金融机构风险准备金计提的标准与原保监会相关政策的规定有所差异，基于上文关于《资管新规》相较原保监会发布的 92 号文的适用优先性考虑，实践中债权投资计划受托人的风险准备金计提标准建议按照《资管新规》的要求执行。

6. 债权投资计划的信息披露规则发生哪些变化？

92 号文和《管理办法》关于受托人信息披露义务的规定主要在于定期报告(季度、半年度、年度)披露义务和投资计划约定的重大事项的临时信息披露义务。

《资管新规》第十二条规定，对于固定收益类产品，金融机构应当通过醒目方式向投资者充分披露和提示产品的投资风险，包括但不限于产品投资债券面临的利率、汇率变化等市场风险以及债券价格波动情况，产品投资每笔非标准化债权类资产的融资客户、项目名称、剩余融资期限、到期收益分配、交易结构、风险状况等。

上述规定较 92 号文第十六条和《管理办法》第六十条关于受托人应以醒目方式提示债权投资计划各类风险以及风险承担原则的规定更具有操作性，我们建议保险资管机构在新增债权投资计划业务合同中予以体现。

此外，保险资管机构还应根据《资管新规》第二十五条⁴的规定履行向央行和金融监督管理部门报送产品基本信息、起始募集信息、存续期募集信息、资产负债信息及终止信息的义务。

六、《资管新规》对组合类保险资管产品的影响

《资管新规》发布前，组合类保险资管产品适用的保险监管规则主要包括《中国保监会关于保险资产管理公司开展资产管理产品业务试点有关问题的通知》《中国保监会关于加强组合类保险资产管理产品业务监管的通知》(下称“104 号文”)。

《资管新规》确立的统一监管标准对 104 号文关于组合类保险资管产品的规定进一步做了调整和优化，现提出如下几个方面的问题和理解：

资管新规系列六：对保险资产管理的影响

1. 组合类保险资管产品的类型如何划分？

《资管新规》第四条按照投资性质对资管产品的分类，与 104 号文根据产品投资的基础资产类别和规模比例对组合类保险资管产品的分类存在一定的差异，具体以下表简要列示：

	104 号文	《资管新规》
1	单一型产品 全部资产或 90% 以上的资产投资于某只金融产品或某一特定形式的投资工具	/
2	固定收益类产品 80% 以上的资产投资于固定收益类资产	固定收益类产品 投资于存款、债券等债权类资产的比例不低于 80%
3	权益类产品 60% 以上的资产投资于权益类资产	权益类产品 投资于股票、未上市企业股权等权益类资产的比例不低于 80%
4	另类产品 60% 以上资产投资于基础设施投资计划、股权投资计划、资产支持计划	商品及金融衍生品类产品 投资于商品及金融衍生品的比例不低于 80%
5	混合类产品 不能分类为上述四种情形的产品	混合类产品 投资于债权类资产、权益类资产、商品及金融衍生品类资产且任一资产的投资比例未达到前三类产品标准

2. 《资管新规》与 104 号文存在哪些主要差异以及如何适用？

《资管新规》与 104 号文在产品分级比例及嵌套结构的规定方面存在明显差异，具体以下表简要列示：

资管新规系列六：对保险资产管理的影响

	104 号文	《资管新规》
分级 比例	权益类、混合类分级产品 杠杆倍数不得超过 1 倍	权益类产品的分级比例不得超过 1:1
		混合类产品的分级比例不得超过 2:1
	单一型、固定收益类、另类分级产品 杠杆倍数不得超过 3 倍	固定收益类产品的分级比例不得超过 3:1
		商品及金融衍生品类产品的分级比例不得超 过 2:1
嵌套 结构	禁止 发行具有“嵌套”交易结构的产 品，包括产品主要投资于单只非公开 市场投资品种，或产品 定向 投资于另 类资产管理产品，或产品 定向 投资于 同一管理人设立的产品等情形	资产管理产品可以 再投资一层 资产管理产品， 但所投资的资产管理产品 不得再投资公募证 券投资基金以外的 资产管理产品

从上表来看，就分级比例而言，《资管新规》所规定的分级比例，在权益类、固定收益类产品上与 104 号文保持了一致，甚至在混合类产品上更为宽松。

就嵌套结构而言，《资管新规》以及 104 号文对于嵌套标准的认定及态度有所差异，《资管新规》下，资管产品投资于资管产品即为嵌套，而不论投资的比重，侧重于嵌套的层数，即仅允许一层嵌套；而 104 号文对嵌套定义的界定则侧重以“单一”、“定向”为条件，不论是否为了一层嵌套均予以禁止。因此，《资管新规》出台后，保险资管产品中的嵌套结构或将受到投资比重以及嵌套层数的双重限制。

3. 《资管新规》中其他可能影响组合类保险资管产品的规则有哪些？

《资管新规》第五条关于合格投资者的新标准及投资者非自有资金投资的限制、第九条关于资管产品代销资质的要求、第十七条关于风险准备金计提、第二十三条关于投资顾问资质条件的规定、第二十五条关于资产管理统一报告制度及第二十七条关于穿透监管的原则的规定，将对组合类保险资管产品进一步调整和优化。

资管新规系列六：对保险资产管理的影响

如需进一步信息，请联系：

作 者	
王 祎 电话: +86 10 8519 2266 yi.wang@linkslaw.com	胡 磊 电话: +86 10 8519 2266 lei.hu@linkslaw.com
上 海	
韩 炯 电话: +86 21 3135 8778 christophe.han@linkslaw.com	秦悦民 电话: +86 21 3135 8668 charles.qin@linkslaw.com
俞卫锋 电话: +86 21 3135 8686 david.yu@linkslaw.com	吕 红 电话: +86 21 3135 8776 sandra.lu@linkslaw.com
娄斐弘 电话: +86 21 3135 8783 nicholas.lou@linkslaw.com	夏 亮 电话: +86 21 3135 8769 tomy.xia@linkslaw.com
黎 明 电话: +86 21 3135 8663 raymond.li@linkslaw.com	俞佳琦 电话: +86 21 3135 8793 elva.yu@linkslaw.com
安 冬 电话: +86 21 3135 8725 desmond.an@linkslaw.com	
北 京	
王利民 电话: +86 10 8519 2266 leo.wang@linkslaw.com	高 云 电话: +86 10 8519 1625 monica.gao@linkslaw.com
香 港(与张慧雯律师事务所有限法律责任合伙联营)	
俞卫锋 电话: +86 21 3135 8686 david.yu@linkslaw.com	吕 红 电话: +86 21 3135 8776 sandra.lu@linkslaw.com
伦 敦	
杨玉华 电话: +44 (0)20 3283 4337 yuhua.yang@linkslaw.com	

© 通力律师事务所 2018

免责声明：本出版物仅代表作者个人观点，不代表通力律师事务所的法律意见或建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

资管新规系列六：对保险资产管理的影响

¹ 《保险资金投资股权暂行办法》《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》《中国保监会关于设立保险私募基金有关事项的通知》等保险资金运用监管规则主要系从保险资金运用安全性和风险控制的角度对保险机构投资者条件、基金投资机构资格、基金投资标的及基金投资规范提出要求。

² 《资管新规》第十八条规定，金融资产坚持公允价值计量原则，鼓励使用市值计量。符合以下条件之一的，可按照企业会计准则以摊余成本进行计量：

(一) 资产管理产品为封闭式产品，且所投金融资产以收取合同现金流量为目的并持有到期。

(二) 资产管理产品为封闭式产品，且所投金融资产暂不具备活跃交易市场，或者在活跃市场中没有报价、也不能采用估值技术可靠计量公允价值。

³ 《资管新规》第五条规定，资产管理产品的投资者分为不特定社会公众和合格投资者两大类。合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承担能力，投资于单只资产管理产品不低于一定金额且符合下列条件的自然人和法人或者其他组织。

(一) 具有 2 年以上投资经历，且满足以下条件之一：家庭金融净资产不低于 300 万元，家庭金融资产不低于 500 万元，或者近 3 年本人年均收入不低于 40 万元。

(二) 最近 1 年末净资产不低于 1000 万元的法人单位。

(三) 金融管理部门视为合格投资者的其他情形。

⁴ 《资管新规》第二十五条规定，金融机构应当将含债权投资的资产管理产品信息报送至金融信用信息基础数据库。金融机构于每只资产管理产品成立后 5 个工作日内，向中国人民银行和金融监督管理部门同时报送产品基本信息和起始募集信息；于每月 10 日前报送存续期募集信息、资产负债信息，于产品终止后 5 个工作日内报送终止信息。